Maalot
S&P Global Ratings

נתיבי הגז הטבעי לישראל בע"מ

15 ביולי, 2021

עדכון דירוג

אשרור דירוג 'ilAA+' ועדכון תחזית הדירוג לחיובית בשל שיפור צפוי בפרופיל הפיננסי

אנליסט אשראי ראשי:

אלעד יורמן, 972-3-7539724 elad.urman@spglobal.com

איש קשר נוסף:

איתי רפל, 972-3-7539718 etai.rappel@spglobal.com

תוכן עניינים

תמצית פעולת הדירוג..... 2
שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג..... 2
תחזית הדירוג..... 3
התרחיש השלילי..... 3
תיאור החברה..... 3
תרחיש הבסיס..... 3
נזילות..... 4
התניות פיננסיות..... 4
תמיכה ממשלתית יוצאת דופן..... 4
דירוגי הנפקה – ניתוח סיכון נחיתות..... 5
התאמות לדירוג..... 5
מתודולוגיה ומאמרים קשורים..... 5
רשימת דירוגים..... 6

עדכון דירוג

אשרור דירוג 'ilAA+' ועדכון תחזית הדירוג לחיובית בשל שיפור צפוי בפרופיל הפיננסי

תמצית פעולת הדירוג

- הביצועים של נתיבי הגז הטבעי לישראל בע"מ ("נתג"ז" או "החברה") טובים ביחס לציפיותינו מלפני שנה, לאור המשך יצוא הגז למצרים ולירדן. עם זאת, אנו נוקטים משנה זהירות ביחס לפעילות זו, במיוחד בכל הקשור ליצוא לטווח ארוך למצרים וההשקעות הכרוכות בכך.
- ביצועי החברה לא הושפעו כמעט ממשבר הקורונה. הפחתת התעריף בכ-5% משפיעה לשלילה על הביצועים הפיננסיים אך מקוזזת על ידי הציפיה להמשך הכנסות מיצוא.
- אנו מעריכים כי יחס ה-FFO (funds from operations) לחוב המתואם בשנים הקרובות יעלה על 20%, דבר התומך בעלייה בדירוג בקצה טווח התחזית, עת היחס צפוי לעלות על 25%.
- ב-15 ביולי, 2021, אשררנו את דירוג הטווח הארוך 'ilAA+' של נתיבי הגז הטבעי לישראל בע"מ ואת הדירוג 'ilAA+' לחוב הבכיר של החברה, ועדכנו את תחזית הדירוג לחיובית מיציבה.
- התחזית החיובית משקפת את הערכתנו כי החברה עשויה להציג יחס FFO לחוב מתואם ממוצע גבוה מ-25% בעוד כשנתיים, דבר התומך בהעלאת הדירוג.

שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג

הביקוש לגז יציב וצפוי להתחזק כתוצאה מהשימוש הגובר של המשק הישראלי בגז טבעי כמקור אנרגיה לייצור חשמל וחום וכתוצאה מיצוא הגז למדינות השכנות, מה שתורם לשימור הפרופיל העסקי והפיננסי של החברה. בשנת 2020 נאמדה כמות הגז הטבעי שסיפקה נתג"ז בכ-16.05 BCM, עלייה של כ-43% בחישוב שנתי. כמות זו כוללת הן את צריכת הגז הטבעי במשק המקומי שהייתה כ-11.8 BCM, עלייה של כ-7%, והן את יצוא הגז הטבעי שהיה כ-4.25 BCM לעומת כ-0.22 BCM ב-2019. בשנתיים הקרובות צפויות להצטרף לשוק מספר תחנות כוח אשר, יחד עם הגידול ביצוא הגז, צפויות להוביל לעלייה בביקוש. נוסף על כך אנו מעריכים כי גם המכירות למצרים יימשכו בשנתיים הקרובות לפחות במתווה הקיים. מעבר לכך, אם היצוא למצרים יימשך, אנו מעריכים כי גם בלי להביא בחשבון את מלוא כמויות היצוא האפשריות, הכנסות החברה צפויות לגדול משמעותית החל מ-2023.

החברה ממשיכה להשקיע בפיתוח רשת ההולכה ונדרשת להשקעות גדולות. אנו מעריכים כי ההשקעות בשנים 2021-2023 יעמדו על כ-2.2 מיליארד ₪ וימומנו בעיקר מעודפי המזומנים של החברה ומהתזרים השוטף שלה, כמו גם מהנפקות נוספות. עם זאת, בהתאם להסדר הסופי לגבי פיתוח תשתית היצוא למצרים חלק מהשקעות אלה ימומן על ידי בעלי צינור הגז למצרים.

דירוג החברה ממשיך לשקף את הערכתנו כי קיימת סבירות גבוהה מאוד שמדינת ישראל תעניק לחברה תמיכה יוצאת דופן, מספקת ובזמן במקרה של מצוקה פיננסית.

תחזית הדירוג

התחזית החיובית משקפת את הערכתנו כי החברה עשויה להציג יחס FFO לחוב מתואם ממוצע גבוה מ-25% בעוד כשנתיים, דבר התומך בהעלאת הדירוג. אנו מעריכים כי לאחר ההשקעות הגדולות בשיפור התשתית למצרים ב-2022, האצת היצוא והגידול בביקוש לגז טבעי עשויים להביא לשיפור בהכנסות ובהתאם לשיפור ביחס ה-FFO לחוב. כמו כן אנו ממשיכים להעריך כי תימשך התמיכה הרגולטורית בחברה וכי מדינת ישראל נכונה לספק לחברה תמיכה חריגה ויוצאת דופן אם תידרש לכך.

התרחיש השלילי

אנו עשויים לנקוט פעולת דירוג שלילית אם יחס ה-FFO לחוב מתואם ירד מתחת ל-20% למשך יותר משנתיים. להערכתנו, מצב כזה עשוי להתרחש אם היקף החוב יגדל מבלי שתעריף ההולכה יעודכן בהתאם. גם הורדת דירוג למדינת ישראל (AA-/Stable/A-1+) או שינוי לרעה בהערכתנו לגבי התמיכה החריגה ויוצאת הדופן של מדינת ישראל לחברה עלולים להוביל לפעולת דירוג שלילית.

תיאור החברה

נתיבי הגז הטבעי לישראל בע"מ (נתג"ז) היא חברה ממשלתית שנוסדה בשנת 2003 לצורך הקמה ותפעול של מערכת ההולכה הארצית לגז טבעי. החברה פועלת מתוקף רישיון שהעניק לה שר התשתיות הלאומיות לתקופה של 30 שנה. לפני כשנה פורסמה טיוטת חוק להארכת תקופת הרישיון. החברה היא מונופול טבעי בשוק הולכת הגז בישראל. הגז הטבעי הולך ותופס מקום מרכזי במשק האנרגיה בישראל ואחד מתפקידיה המרכזיים של רשות הגז (הרגולטור) היא להבטיח את יציבותה הפיננסית של נתג"ז, ועל כן היא קובעת את התעריפים לפני ביצוע ההשקעות באופן התומך בשירות החוב של החברה. לחברה ודאות גבוהה של הכנסות, היות שמרבית מהכנסות החברה מגז נובעות ממרכיב הקיבולת המשולם לפי כמות הגז המוזמנת ללא קשר לכמות שהוזרמה בפועל. החברה פעילה בעיקר בישראל אך לאחרונה הרחיבה את אפשרויות היצוא של הגז לירדן והיא מאפשרת גם יצוא למצרים, נכון להיום על בסיס אספקה לא רציפה, ובהמשך, לאחר ביצוע ההשקעות הנדרשות, באופן רציף.

תרחיש הבסיס

הנחות עיקריות

- גידול קל בקיבולת המוזמנת ובהיקפי הגז הנרכש ב-2021 וגידול קל נוסף ב-2022.
- קיטון מסוים בהכנסות ב-2021 בשל הירידה בתעריף, אך גידול בהכנסות על פני זמן, בעיקר כתוצאה מיצוא לירדן ולמצרים.

- מרווח תפעולי של כ-84% ומעלה על פני זמן.
- השקעות בשנים 2021-2023 יעמדו על כ-2.2 מיליארד ₪.
- תחילת חלוקת דיבידנדים ב-2022, בהתאם למתווה עיבוי ההון שנחתם עם המדינה ולאור הצורך בהשקעות.

יחסים עיקריים

- יחס מתואם FFO לחוב של כ-23% ב-2021, כ-20.5% ב-2022 וכ-29% ב-2023.
- יחס מתואם חוב ל-EBITDA של כ-3.2x ב-2021, כ-3.5x ב-2022 וכ-2.8x ב-2023.

נזילות

על פי הקריטריונים שלנו, רמת הנזילות של החברה היא "הולמת".

אנו מעריכים כי היחס בין המקורות של החברה לשימושים שלה יעלה על 1.2x ב-12 החודשים שהחלו ב-1 באפריל, 2021. הערכה זו מתבססת על היקף המזומן בקופה ועל תזרים המזומנים השוטף.

בתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים כי המקורות העומדים לרשות החברה ב-12 החודשים שהחלו ב-1 באפריל, 2021, הם:

- מזומן ונכסים פיננסיים סחירים בהיקף של כ-1,375 מיליון ₪ לרבות קרנות מיועדות.
- תזרים שוטף של כ-850 מיליון ₪.

ההנחות שלנו לגבי השימושים של החברה באותה תקופה הן:

- תשלום חלויות חוב של כ-212 מיליון ₪.
- תשלומי הון חוזר בסך כ-130 מיליון ₪.
- השקעות והוצאות אחרות בסך כ-1,175 מיליון ₪.

התניות פיננסיות

לפי תנאי האג"ח, על החברה לשמור על יחסי הכיסוי הבאים:

- יחס כיסוי שירות חוב שנתי (ADSCR) של לפחות 1.10x
- יחס כיסוי חיי הלוואה (LLCR) גבוה מ-1.13x.

החברה עומדת בהתניות אלה.

תמיכה ממשלתית יוצאת דופן

דירוג החברה מבוסס על דעתנו כי קיימת סבירות גבוהה מאוד שמדינת ישראל תעניק לנתג"ז תמיכה יוצאת דופן, מספקת ובזמן במקרה של מצוקה פיננסית. בהתאם למתודולוגיה שלנו לדירוג חברות ממשלתיות, אנו מבססים את דעתנו זאת על הערכתנו כי נתג"ז:

- חשובה מאוד לכלכלת ישראל, לאור מעמדה המונופוליסטי והיות שגז טבעי הפך למרכיב מהותי בתהליך ייצור החשמל על ידי חברת החשמל לישראל והיצרנים הפרטיים. הגז צפוי לשמש גם את התעשייה הכבדה ולהשפיע לחיוב על הכלכלה המקומית.
- בעלת קשר חזק מאוד עם מדינת ישראל, המחזיקה בנתג"ז בבעלות מלאה ומעורבת באופן פעיל בהגדרת אסטרטגיית החברה ובאישור תכניות הפיתוח וגיוס החוב שלה.

נציין כי החלטת הממשלה בנושא הנפקת מניות מיעוט בחברות ממשלתיות, ובהן נתג"ז, עשויה להביא בעתיד לבחינה מחודשת של הסבירות לתמיכה ממשלתית יוצאת דופן.

דירוגי הנפקה – ניתוח סיכון נחיתות

אין נחיתות מבנית, אי לכך אנו משווים את דירוג החוב לדירוג המנפיק, 'ilAA+'.

התאמות לדירוג

פיזור עסקי: ניטרלי

מבנה הון: ניטרלי

נזילות: ניטרלי

מדיניות פיננסית: ניטרלי

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי

השוואה לקבוצת ייחוס: השפעה שלילית

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה - כללי: מתודולוגיה: פרופיל אשראי עצמאי (SACP) – אחד ממרכיבי הדירוג, 1 באוקטובר, 2010
- מתודולוגיה - כללי: עקרונות הדירוג של S&P, 16 בפברואר, 2011
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת ניהול וממשל תאגידי של חברות ומבטחים, 13 בנובמבר, 2012
- מתודולוגיה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידים , 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: סיכון ענפי, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת פרופיל הנזילות של תאגידים, 16 בדצמבר, 2014
- מתודולוגיה - כללי: דירוג חברות ממשלתיות, 25 במרץ, 2015
- מתודולוגיה - כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים, 25 ביוני, 2018
- מתודולוגיה: מתודולוגיה לחישוב יחסים פיננסיים והתאמות, 1 באפריל, 2019
- מתודולוגיה - כללי: דירוג חברות בקבוצה, 1 ביולי, 2019

- הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings, 5 בינואר, 2021
- דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי, 26 ביוני, 2018

רשימת דירוגים

נתיבי הגז הטבעי לישראל בעמ	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
דירוג(י) המנפיק			
טווח ארוך	ilAA+\Positive	27/12/2006	15/07/2020
דירוג(י) הנפקה			
חוב בכיר מובטח			
סדרה א	ilAA+	27/12/2006	15/07/2020
סדרה ג	ilAA+	20/06/2012	15/07/2020
סדרה ד	ilAA+	16/11/2016	15/07/2020
היסטוריית דירוג המנפיק			
טווח ארוך			
יולי 15, 2021	ilAA+\Positive		
נובמבר 29, 2018	ilAA+\Stable		
נובמבר 16, 2016	ilAA\Positive		
ספטמבר 15, 2013	ilAA\Stable		
מאי 09, 2013	ilAA-\Stable		
אפריל 11, 2013	ilAA\Stable		
נובמבר 27, 2012	ilAA\Watch Neg		
יוני 20, 2012	ilAA\Negative		
דצמבר 22, 2010	ilAA\Stable		
פברואר 17, 2009	ilAA-\Stable		
דצמבר 27, 2006	ilA+\Stable		
פרטים נוספים			
זמן בו התרחש האירוע	10:57 15/07/2021		
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	10:57 15/07/2021		
יוזם הדירוג	החברה המדורגת		

נתיבי הגז הטבעי לישראל בע"מ

S&P מעלות הוא שמה המסחרי של חברת "אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ". לרשימת הדירוגים המעודכנים ביותר ולמידע נוסף אודות מדיניות המעקב אחר דירוג האשראי, יש לפנות לאתר אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ בכתובת www.maalot.co.il

כל הזכויות שמורות ©. אין לשנות, לבצע הנדסה לאחור, לשכפל, להפיץ בכל צורה ובכל דרך, או לאחסן במאגר מידע או במערכת לאחזור מידע את התוכן (לרבות דירוגים, אנליזות ומידע הקשורים לדירוגים, הערכות, מודלים, תוכנה ותוצריה), וכל חלק ממנו (להלן, יחדיו, "התוכן"), מבלי לקבל את הסכמתה מראש ובכתב של אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ או חברות הקשורות לה (להלן, יחדיו, "S&P"). התוכן לא ישמש למטרות לא חוקיות או לא מורשות. S&P וצדדים שלישיים הנותנים לה שירותים, לרבות הדירקטורים, המנהלים, בעלי המניות, העובדים או השלוחים שלהם (להלן, יחדיו, "S&P והצדדים הקשורים") אינם ערבים לדיוקו, שלמותו, עדכניותו או זמינותו של התוכן. S&P והצדדים הקשורים אינם אחראים לטעויות או השמטות (בין אם הן נובעות מרשלנות ובין אם לאו), מכל סיבה שהיא, לתוצאות הנובעות משימוש בתוכן, או לאבטחתו או תחזוקתו של מידע שמסרו המשתמשים. התוכן מסופק על בסיס AS-IS (כמות שהוא). **S&P והצדדים הקשורים לא נותנים כל התחייבות או מצג, מפורש או משתמע, לרבות, אך לא רק, בעניין האיכות המספקת או התאמה לצורך כזה או אחר, היעדר באגים, טעויות תוכנה או פגמים, שתפקודו של התוכן לא ישובש או שהתוכן יפעל עם כל תצורת תכנה או חומרה.** בכל מקרה, S&P והצדדים הקשורים לא יישאו בכל אחריות לנזקים ישירים ו/או עקיפים מכל מין וסוג, לרבות נזקים נלווים או תוצאתיים, פיצויים לדוגמה, פיצויים עונשיים או פיצויים מיוחדים, עלויות, הוצאות, הוצאות משפטיות או הפסדים (ובכלל זה, מבלי לגרוע מכלליות האמור, פיצויים בגין הפסד הכנסות או רווחים, אבדן הזדמנויות עסקיות או הפסדים שנגרמו מרשלנות), אשר נגרמו בקשר עם שימוש בתוכן, גם במידה ונמסר להם מראש על האפשרות לנזקים כאמור.

דירוגים וניתוחים אנליטיים אחרים, לרבות הדירוגים ומידע אחר הכלול בתוכן, מהווים הבעת דעה שהינה נכונה למועד פרסומה ואינם מהווים דבר שבעובדה. הדירוגים והניתוחים האנליטיים האחרים של S&P אינם מהווים המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות, ואינם מתייחסים לנאותותם של ניירות ערך כלשהם. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו בכל צורה או פורמט. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות השקעה או החלטות עסקיות אחרות, והוא אינו תחליף לכישורים, שיקול דעת או ניסיון של המשתמשים, הנהלתם, עובדיהם, יועציהם ו/או לקוחותיהם בקבלת החלטות כאלה. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או כיועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך, אלא במקום בו היא רשומה ככזאת. דוחות דירוג נכונים למועד פרסומם. S&P מעדכנת את דוחות הדירוג בעקבות מעקב שוטף אחר אירועים או מעקב שנתי.

S&P אוספת מידע ממקורות אמינים להערכתה, אך אינה מבקרת את המידע והיא אינה מחויבת לבצע בדיקת נאותות או אימות עצמאי של המידע שהיא מקבלת. S&P מפרסמת דוחות הקשורים לדירוג מסיבות שונות שאינן בהכרח תוצאה של ועדת דירוג, ובכלל זה פרסום עדכון תקופתי לגבי דירוג אשראי וניתוחים קשורים.

במידה שרשויות הרגולציה מאפשרות לחברת דירוג להכיר בתחום שיפוט מסוים בדירוג שנקבע בתחום שיפוט אחר למטרות רגולטוריות מסוימות, S&P שומרת לעצמה את הזכות לקבוע, להפסיק או להשעות הכרה כזו בכל עת על פי שיקול דעתה הבלעדי. S&P והצדדים הקשורים אינם נוטלים על עצמם כל מחויבות הנובעת מקביעה, הפסקה או השעיה של הכרה בדירוג או כל חבות לכל נזקים שנטען שנבעו מהן.

על מנת לשמר את העצמאות והאובייקטיביות של פעולותיהן של היחידות השונות של S&P, S&P שומרת על הפרדה בין פעולות אלו. כתוצאה מכך, ייתכן וליחידות מסוימות יהיה מידע אשר אינו זמין ליחידות אחרות של S&P. S&P גיבשה נהלים ותהליכים על-מנת לשמור על סודיות מידע מסוים שאינו פומבי המתקבל בקשר לכל הליך אנליטי שהיא מבצעת.

S&P מקבלת תמורה כספית עבור מתן שירותי הדירוג והניתוחים האנליטיים שהיא מבצעת, בדרך כלל מהמנפיקים או מהחתמים של ניירות הערך המדורגים, או מהחייבים. S&P שומרת לעצמה את הזכות להפיץ את חוות הדעת שלה והניתוחים האנליטיים. הדירוגים הפומביים של S&P והאנליזות מופיעים באתר S&P מעלות, בכתובת www.maalot.co.il או באתר S&P, בכתובת www.standardandpoors.com, ויכולים גם להיות מופצים באמצעים אחרים, כולל בפרסומים של S&P ושל צדדים שלישיים.